

Allianz Research | 29 Gennaio 2026

Ottimismo dal Giappone: la nuova politica economica apre il mercato ma accende l'allerta sulla liquidità

Françoise Huang
Senior Economist for Asia-Pacific
francoise.huang@allianz-trade.com

Patrick Krizan
Senior Investment Strategist
patrick.krizan@allianz.com

Dorian Simon
Investment Strategist
dorian.simon@allianz.com

Garance Tallon
Economist
garance.tallon1@allianz-trade.com

In sintesi

Giappone, rendimenti in volata: niente caso Truss, è il mercato che prezza la svolta fiscale e la fine agitata della normalizzazione. Appena tre mesi dopo l'inizio della sua carica di premier, la Primo Ministro Sanae Takaichi ha sciolto la Camera bassa, con l'obiettivo di trasformare i suoi alti indici di approvazione personale in un mandato più solido per la sua coalizione di governo e di approvare un disegno di legge di bilancio più ampio per l'anno fiscale 2026 entro il 31 marzo. Le elezioni anticipate si terranno l'8 febbraio. Ma la sua promessa elettorale di sospendere la tassa sugli alimenti, insieme a potenziali maggiori spese per la difesa, potrebbe far salire il rapporto debito/PIL del Giappone al 228% entro il 2050 (contro il 189% previsto dal bilancio preliminare attuale e il 200% nel 2025), suscitando timori nei mercati sulla sostenibilità del debito giapponese e sul potenziale impatto inflazionistico della posizione fiscale del governo. La curva dei rendimenti JGB è salita di 20-30 punti base in una sola sessione. Se i rendimenti sovrani rimarranno ai tassi forward attuali, il rapporto debito/PIL salirebbe al 209% entro il 2050 secondo lo scenario preliminare di bilancio FY2026, o al 254% secondo lo scenario fiscale più ampio.

Giappone creditore: lo shock sui JGB può esportare turbolenza globale. La sua Posizione Netta di Investimento Internazionale di circa +110% del PIL aumenta il rischio di una riduzione del debito guidata dal JPY. Se i rendimenti del JGB rimarranno così alti e volatili, potremmo assistere a uno scenario ribassista in cui un'onda di deleva guidata dal JPY costringe a vendere titoli di Stato USA e a una svendita di azioni statunitensi. Vediamo il punto di rottura in un improvviso spostamento dei Treasury USA intorno al 5%. Il rischio più grande resta la deprimente delle condizioni di finanziamento in Giappone, già a livelli che coincidevano con le vendite azionarie statunitensi (-15% al mese) e i picchi di volatilità in passato.

Posizionamento sulla curva JGB: dal "widow maker" al commercio di Takaichi. Per decenni il Giappone è stato "Zeroland": tasso di politica monetaria zero, rendimenti obbligazionari zero, zero costi di indebitamento. Con il BoJ che controllava l'intera curva dei rendimenti, scommettere contro il mercato obbligazionario giapponese era noto come la "widow maker trade". Ma la tendenza sta cambiando dopo la normalizzazione della politica monetaria iniziata nel 2024. Prevediamo un tasso terminale dell'1,5% entro la fine del 2027; il restringimento quantitativo dovrebbe continuare mentre gli interventi valutari dovrebbero rimanere neutrali rispetto al bilancio. Dopo il recente calo del mercato obbligazionario, vediamo opportunità a breve termine nel contesto della normalizzazione della BoJ e delle probabili politiche future di Takaishi: ci aspettiamo un certo appiattimento all'estremità lunga della curva JGB, mentre la pressione di emissione chesi sposta verso il segmento 5-10 anni dovrebbe comportare una pressione più ripida sull'addome. Detenere obbligazioni giapponesi diventa anche una copertura con rendimento carry-yield contro la volatilità macro, poiché trarrebbero beneficio da un delever globale di risk-off e carry-trade.

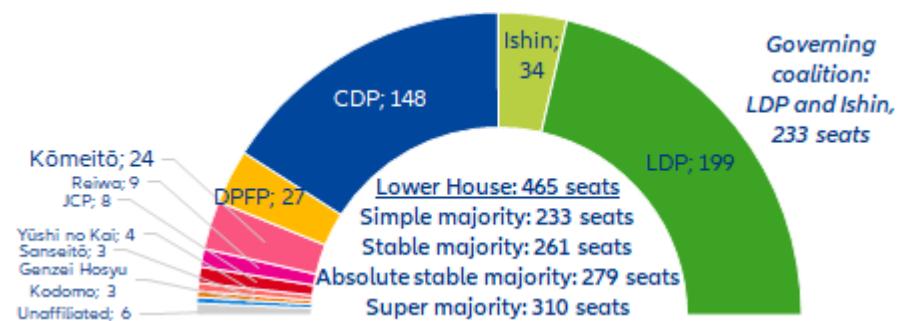
Lo yen si muove, il dollaro cede: è la tendenza di fondo, non l'ultima mossa delle banche centrali. Si tratta piuttosto dell'ultimo episodio di una tendenza sottostante alla

svalutazione del dollaro americano che riflette un mix di crescente incertezza politica, de-dollarizzazione, timori di dominio fiscale e delever globale.

La rischiosa scommessa del Primo Ministro Takaichi: elezioni anticipate l'8 febbraio

Appena tre mesi dopo l'inizio del suo mandato, la Prima Ministro Sanae Takaichi ha sciolto la Camera bassa della Dieta Nazionale del Giappone, con elezioni generali anticipate che si terranno l'8 febbraio. I tempi sono stretti, soprattutto perché il bilancio FY2026 deve essere approvato entro la fine di marzo (prima dell'inizio del nuovo anno fiscale), e il periodo ufficiale della campagna durerà solo 16 giorni (il più breve dalla Seconda Guerra Mondiale). Takaichi mira a trasformare i suoi indici di approvazione personale insolitamente alti in un mandato più fermo per la sua nuova coalizione di governo Partito Liberal Democratico (LDP) – Partito dell'Innovazione Giapponese (Ishin), presentando il voto come un plebiscito sulla sua agenda economica e di sicurezza e sulla linea fiscale "responsabile e proattiva" della coalizione.

Figura 1: Composizione attuale della Camera Bassa della Dieta Nazionale del Giappone



LDP = Partito Liberal Democratico; Ishin = Partito dell'Innovazione Giapponese; CDP = Partito Democratico Costituzionale; DPFP = Partito Democratico per il Popolo; JCP = Partito Comunista Giapponese

Fonti: fonti nazionali, Allianz Research

Lo scenario più probabile è che la coalizione di governo rafforzi la sua maggioranza attualmente risicillata, anche se non raggiungerà una supermaggioranza (vedi Figura 1). Innanzitutto, i numeri personali di Takaichi sono solidi (intorno al 60-75% nei principali sondaggi) e la breve campagna favorisce un incumbent che possa definire l'agenda. In secondo luogo, i sondaggi a livello di partito e le mappe distrettuali per distretto suggeriscono ancora un percorso ristretto verso una vittoria schiacciatrice. Allo stesso tempo, la popolarità del PLD (circa il 30%) è molto indietro rispetto a quella di Takaichi, e la sua strada verso una maggioranza indipendente è probabilmente stretta, poiché la nuova Alleanza di Riforma Centrista (composta dal Partito Democratico Costituzionale e da Komeito – ex partner di coalizione di lunga data del PLD) migliora il coordinamento opposizione-candidato nei collegi uninominali e mantiene la competizione competitiva nei seggi urbani e suburbani. In definitiva, la coalizione al governo LDP-Ishin è probabilmente la più posizionata per rafforzare una maggioranza operativa (almeno 233 seggi), ma una super-maggioranza di due terzi (almeno 310 seggi) – necessaria per ribaltare una decisione della Camera Alta, dove la coalizione di governo non detiene la maggioranza – sembra improbabile. Se Takaichi perdesse la sua scommessa elettorale anticipata e la coalizione LDP-Ishin dovesse perdere la maggioranza alla Camera bassa, il governo dovrebbe collaborare con i partiti di opposizione per approvare leggi chiave, rilanciando l'aritmetica della coalizione che ha perseguitato il governo giapponese dal 2024. La cooperazione con l'opposizione potrebbe potenzialmente portare a ulteriori spese fiscali, come è avvenuto durante le trattative supplementari per il bilancio fiscale 2025 alla fine del 2025, quando il governo ha concesso all'opposizione l'abolizione della sovrapposizione sulla tassa sulla benzina.

La politica fiscale del Giappone diventerà più ampia...

Lo scioglimento della Camera Bassa posticiperà l'inizio del processo di approvazione del bilancio per l'anno fiscale 2026, che deve concludersi entro la fine di marzo. Il disegno di legge era originariamente previsto per essere presentato all'apertura della sessione ordinaria della Camera Bassa il 23 gennaio, segnando l'inizio delle deliberazioni. Tuttavia, il dibattito parlamentare non potrà iniziare prima di metà febbraio dopo le elezioni anticipate, lasciando molto poco tempo a entrambe le camere per esaminare il disegno di legge, poiché la Camera Bassa e la Camera Alta hanno ciascuna 30 giorni per deliberare. Se il bilancio FY2026 non potrà essere approvato entro la scadenza del 31 marzo, il governo dovrà adottare un bilancio provvisorio mentre le discussioni continuano, situazione che si è già verificata in passato.

L'ultima versione del progetto di bilancio per l'anno fiscale 2026 è stata ufficialmente approvata dal Gabinetto alla fine di dicembre 2025 e prevedeva un surplus primario di JPY1,3 trilioni (0,2% del PIL) – anche se difficilmente ciò rimarrà una volta che la coalizione di governo avrà esteso la maggioranza. Nel complesso, si prevede che le spese raggiungeranno i JPY 122,3 trilioni (18,6% del PIL), di cui il 56% è destinato alla sicurezza sociale, mentre le entrate (escluse obbligazioni) dovrebbero raggiungere JPY92,7 trilioni (14% del PIL) e l'emissione di obbligazioni a JPY 29,5 trilioni (4,6% del PIL). I punti focali del progetto di bilancio per l'anno fiscale 2026 sono in linea con le misure adottate nell'ambito del bilancio supplementare per l'anno fiscale 2025, con spese aggiuntive destinate a misure per l'istruzione gratuita (inclusi ampliamenti delle tasse universitarie e pasti scolastici gratuiti) e un aumento significativo delle allocazioni al conto speciale energetico, che sale a 2,8 trilioni di JPY (0,4% del PIL). All'interno di questo conto, la maggior parte dei fondi aggiuntivi è destinata all'IA e alle iniziative legate ai semiconduttori. Infine, nonostante venga spesso citato come priorità centrale del governo, il bilancio della difesa non subisce un aumento sostanziale nel progetto di bilancio per l'anno fiscale 2026 e rimane all'1,4% del PIL, rappresentando il 28% delle spese non per la sicurezza sociale dopo un significativo aumento di 1 trilione di JPY (+0,2% del PIL) già incorporato nel bilancio per l'anno fiscale 2025.

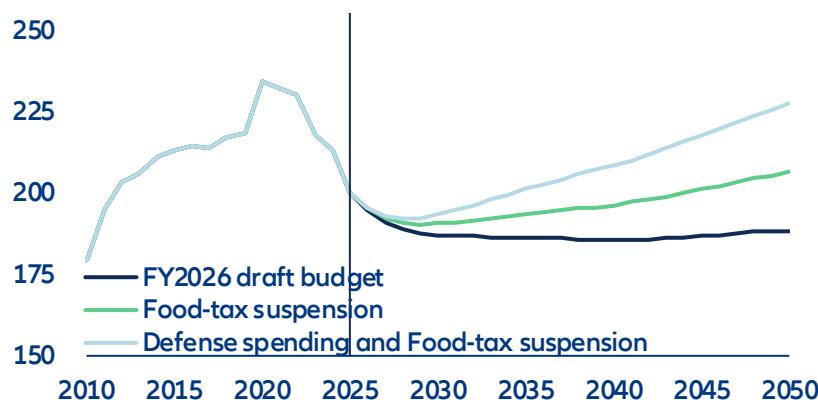
La sospensione della tassa sugli alimenti, promessa da Takaichi all'annuncio delle elezioni anticipate, costerebbe 5 trilioni di JPY (0,8% del PIL) all'anno e ci aspettiamo che diventi permanente se attuata. Durante un recente intervento pre-elettorale, Takaichi ha promesso di sospendere per due anni la tassa sull'8% sul consumo alimentare, che si applica a una categoria di beni già beneficiati di una riduzione rispetto al 10% di aliquota generale. Poiché la tassa sugli alimenti rappresenta il 7% delle entrate governative secondo il progetto di bilancio per l'anno fiscale 2026, stimiamo che la misura creerà un deficit di 5 trilioni di JPY (0,8% del PIL). Questo amplierebbe il deficit principale a -0,6% del PIL nel 2026 e -1,1% nel 2027. Se attuata, non ci aspettiamo che il governo reintrodurrà la tassa nel 2028, poiché ciò sarebbe politicamente costoso; la misura continuerebbe quindi a pesare sulle finanze pubbliche del Giappone oltre la finestra biennale inizialmente annunciata.

Una coalizione di governo rafforzata sotto Takaichi probabilmente spingerà anche per ulteriori spese per la difesa, puntando al 3% del PIL entro il 2030 (rispetto all'attuale 1,4%). Tra le priorità politiche future, il nuovo Dieta, composto da una coalizione di governo più forte, probabilmente porrà maggiore enfasi sulle spese per la difesa, in particolare per raggiungere l'obiettivo dichiarato del 2% del PIL entro il 2027, poiché il progetto di bilancio per l'anno fiscale 2026 attualmente stanzia solo l'1,4% del PIL. Ulteriori discussioni sono previste intorno a giugno 2026 durante la revisione annuale della strategia di crescita a lungo termine, mentre ulteriori aumenti potrebbero essere introdotti verso la fine del 2026 come parte del processo di bilancio supplementare. In definitiva, ci aspettiamo che il bilancio finale per l'anno fiscale 2026 includa aggiustamenti al rialzo in linea con gli impegni delle campagne elettorali recenti e gli obiettivi del governo. Oltre il 2026, prevediamo inoltre che il Giappone continuerà a rafforzare la sua postura di difesa, con spese che raggiungeranno il 3% del PIL entro il 2030, in linea sostanziale con le traiettorie osservate in altre economie avanzate, seguendo l'esempio statunitense.

Sebbene il progetto di bilancio per l'anno fiscale 2026 permetta ancora al rapporto debito/PIL di diminuire nei prossimi anni e stabilizzarsi nel lungo periodo, il taglio delle tasse alimentari e l'aumento della spesa per la difesa riporterebbero il rapporto debito/PIL ai massimi della pandemia entro il 2050. Combinato con rendimenti sovrani più elevati, come suggerito dagli attuali tassi a futuro, il rapporto debito/PIL raggiungerebbe nuovi record entro il 2044 nello scenario più ampio. Dal 200% nel 2025, prevediamo che il rapporto debito/PIL raggiungerà il 189% nel 2050 secondo l'attuale bozza di legge per l'anno fiscale 2026. La previsione aumenterebbe al 206% se la sospensione della tassa sugli alimenti verrà approvata, e ulteriormente al 228% se la spesa per la difesa venisse anch'essa portata al 3% del PIL (vedi Figura 2). Entro il 2030, le scelte fiscali del governo

comporterebbero una deviazione di +5,1 punti percentuali nel caso della sospensione della tassa sugli alimenti e di +9,7 punti percentuali nello scenario combinato, rispetto all'attuale progetto di bilancio per l'anno fiscale 2026. Tuttavia, la politica fiscale di per sé non sembra essere l'unico rischio per la sostenibilità del debito del Giappone. I recenti impegni elettorali di Takaichi hanno spinto verso l'alto i tassi a 10 anni futuri, mentre i mercati si preoccupano per la posizione fiscale del governo e il potenziale impatto inflazionistico delle misure proposte. Sebbene ci aspettiamo che i tassi a lungo termine alleggeriscano infine, è possibile che gli sviluppi recenti abbiano indebolito la fiducia del mercato nel governo e nelle prospettive fiscali del Giappone. Se i rendimenti sovrani dovessero rimanere ai livelli impliciti dai tassi a fine attuale, stimiamo che il rapporto debito/PIL salirà al 209% entro il 2050 secondo lo scenario preliminare di bilancio per l'anno fiscale 2026, e ulteriormente al 228% nello scenario della sospensione della tassa sugli alimenti e al 254% nello scenario combinato (vedi Figura 3). Una perdita sostenuta di fiducia nel mercato aumenterebbe quindi il rapporto debito/PIL di circa +25 punti percentuali in tutti gli scenari all'orizzonte del 2050, poiché tassi più alti comportano un servizio del debito più costoso.

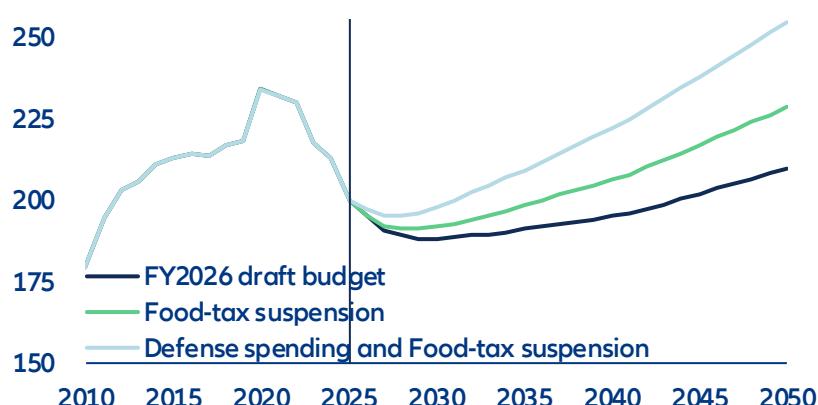
Figura 2: Simulazioni del rapporto debito/PIL



Note: La sospensione della tassa sugli alimenti equivale a un ulteriore +0,8 punti percentuali di deficit primario ogni anno, la spesa per la difesa è in linea con l'obiettivo del 2% del PIL entro il 2027 e il 3% del PIL dal 2030.

Fonti: Ministero delle Finanze, Allianz Research

Figura 3: Simulazioni del rapporto debito/PIL con i tassi di interesse come impliciti dal tasso a termine



Nota: I tassi di interesse vengono aggiustati utilizzando i tassi a termine a 10 anni per i primi 5 anni e rimangono stabili successivamente.

Fonti: Ministero delle Finanze, Allianz Research

... mentre la Banca del Giappone dovrebbe mantenere il suo percorso di aumento dei tassi

La Banca del Giappone è rimasta ferma durante la riunione di politica monetaria del 22-23 gennaio, ma ha adottato un tono aggressivo – in linea con il nostro scenario di un ulteriore aumento dei tassi quest'anno (potenzialmente prima della nostra attuale previsione di luglio) e un tasso terminale dell'1,5% entro la fine del 2027. I piani di inasprimento quantitativo probabilmente saranno mantenuti e un intervento sul mercato FX per taperare la debolezza dello JPY dovrebbe rimanere neutrale dal punto di vista del bilancio. La Dichiarazione sulla Politica Monetaria e il Rapporto di Prospettive pubblicati dopo la riunione del 22-23 gennaio hanno segnalato fiducia che l'inflazione sottostante rimarrà intorno (o leggermente sopra) l'obiettivo del 2%, man mano che le dinamiche salari e servizio-prezzo si rafforzano. Le proiezioni economiche della BoJ sono state riviste al rialzo sia per la crescita del PIL sia per l'inflazione di base negli anni fiscali 2025 e 2026. I dati concreti supportano ancora una tendenza graduale di inasprimento della politica monetaria: mentre l'IPC nazionale si è attenuato al 2,1% nel dicembre 2025 (dal 2,9% del mese precedente), l'inflazione di base è rimasta a un solido 2,4%. Lo sfondo salariale rimarrà favorevole e coerente con la normalizzazione della politica monetaria da parte del BOJ: la più grande confederazione sindacale giapponese, Rengō, chiede nuovamente un aumento salariale superiore al 5% nello shuntō del 2026, dopo due anni consecutivi di aumenti salariali negoziati superiori al 5%. In questo contesto, e con la politica fiscale probabilmente più espansiva dopo le elezioni anticipate, il nostro scenario per la BOJ rimane invariato: ci aspettiamo che il tasso di politica monetaria aumenti di 25 punti base a luglio 2026 (anche se le notizie recenti riportano il rischio di un aumento anticipato), seguito da altri due aumenti di 25 punti base nel 2027, raggiungendo l'1,5% entro la fine del 2027. Il tempismo esatto degli aumenti dei tassi potrebbe essere aggiustato, qualora le dinamiche valutarie o altri fattori modifichino in modo significativo le prospettive di inflazione. Per quanto riguarda il bilancio della BoJ, ci aspettiamo che la banca centrale proceda con il suo ritmo di annuncio di inassolvimento quantitativo (QT) (cioè il ritmo di acquisto di JGB che rallenterà da 3 trilioni di JPY al mese a 2 trilioni di JPY al mese entro il primo trimestre 2027). Il QT è stato un fattore nascosto dei rendimenti a lungo termine di JGB, aggiungendo 100 punti base al premio a termine dal 2024 (Figura 7).

Poiché gli interventi delle banche centrali per limitare lo JPY potrebbero diventare più frequenti, il Giappone è tornato al centro della scena dei mercati FX globali. La storia suggerisce che USDJPY a 160 potrebbe essere il punto dolente dell'intervento. A metà 2024, l'USDJPY ha raggiunto nuovi massimi da 38 anni e le autorità hanno confermato round di acquisto di JPY per un totale di 16 trilioni di JPY (Figura 4). Dopo l'annuncio anticipato delle elezioni di Takaichi, USDJPY era stato scambiato circa 158 euro. Il 23 gennaio un sospetto intervento (potenzialmente congiunto con gli Stati Uniti) e ulteriori comunicazioni da parte di funzionari giapponesi hanno portato l'USDJPY fino a 153 (il massimo dal primo novembre). Il JPY ponderato per il trading è ancora ben al di sotto delle medie di lungo periodo e, oltre a difendere livelli specifici per l'USDJPY, l'obiettivo dell'intervento valutario potrebbe essere quello di prevenire movimenti rapidi e disordinati nei mercati (Figura 4). La politica valutaria più attiva del Giappone esercita ulteriore pressione su un USD già debole, che si manifesta in una tendenza generale di ammortamento che riflette un mix di crescente incertezza politica, de-dollarizzazione, timori di dominio fiscale e dedueter globale. Dietro le mosse a breve termine, la debolezza del dollaro è sempre più trainata da una maggiore intermediazione bancaria (vincoli di bilancio), con intervalli di base cross-currency che si ristirpongono, una riduzione del riciclo estero nei Treasury statunitensi e una crescente volatilità dei repo. Questo rafforza una narrazione strutturale morbida del dollaro americano determinata dai canali di finanziamento e collaterali piuttosto che da segnali puramente macroeconomici.

Figura 4: Tasso di cambio effettivo reale USDJPY e JPY



Fonti: LSEG Workspace, Bank of Japan, Allianz Research

Reazioni forti del mercato: non il "Truss Moment" giapponese, ma un rischio per la liquidità globale

Un aumento dei rendimenti JGB restringe la liquidità globale, aumentando il rischio di un'ondata rapida di delevaraggio. Dopo l'annuncio delle elezioni anticipate, la lunga estremità della curva dei rendimenti delle Obbligazioni di Stato giapponesi (JGB) (10-40 anni) ha subito una forte svendita, spostandosi di 20 a 30 punti base in una sola sessione. Questo è uno shock molto raro nei mercati del G20, che ricorda il "Truss Moment" del Regno Unito nel mercato Gilt. L'aumento dei rendimenti del JGB è stato considerato una reazione del mercato all'aumento del rischio di politica fiscale. Ma dato il basso volume che ha innescato il movimento di mercato, è sembrato più simile a una stretta speculativa. In ogni caso, il tipico quadro di crisi del debito non si applica al Giappone. A differenza di paesi debitori come il Regno Unito, il Giappone è un enorme creditore estero (posizione netta di investimento internazionale di +110% del PIL), quindi può digerire la pressione sul mercato obbligazionario interno esportando volatilità al sistema finanziario globale tramite il canale di liquidità. Con l'aumento dei rendimenti JGB a lungo termine, le banche giapponesi assorbono più JGB; i loro bilanci si riducono con il calo dei prezzi degli asset e l'aumento dei costi di finanziamento. Con una capacità di bilancio più debole, richiedono meno USD, il che impatta le attività finanziarie dal JPY tramite mercati **derivati**, hedge fund e cross currency swap, il che a sua volta restringe la **liquidità globale**. Questo spiega la forte relazione tra il JGB a 30 anni e la pressione sui finanziamenti statunitensi (cioè la volatilità dei repo) (Figura 5)

Figura 5: Lo stress nei mercati LGB si sta riversando sulle condizioni globali di liquidità

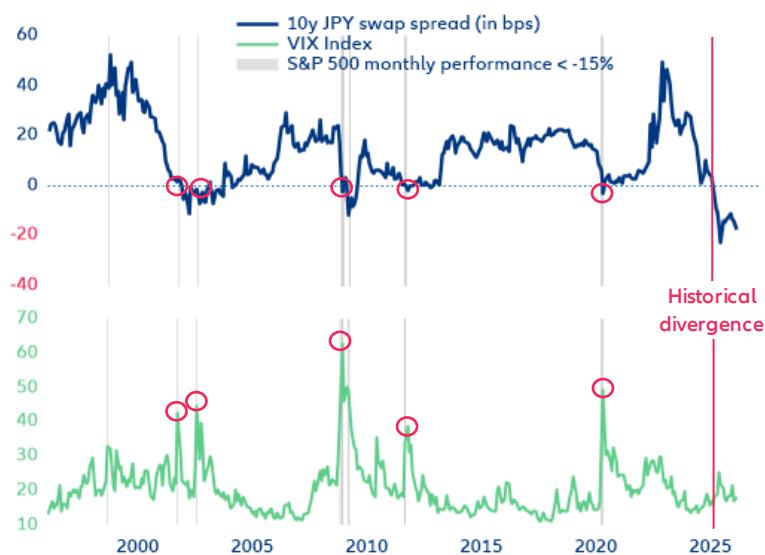


*Definito come la volatilità a 12 mesi dello spread tra USD 3M SOFR meno i Tassi Effettivi dei Fondi
Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

Se i rendimenti del JGB rimarranno così alti e volatili, potremmo assistere a uno scenario ribassista in cui un'ondata di deleva guidata dal JPY costringe a vendere titoli di Stato USA e a una svendita di azioni

statunitensi. Stimiamo che lo shock di 1 punto base nel JGB a 10 anni causi un aumento di 0,3 punti base nei rendimenti statunitensi. L'ultima squalifica del JGB ha quindi avuto una spinta al rialzo di 10 punti base per la curva USA, mentre i dati economici recenti avrebbero suggerito il contrario. Questo non è ancora sufficiente a innescare un momento significativo di disattivazione del rischio (il punto di rottura sarebbe uno spostamento improvviso intorno al 5% contro il 4,2% attuale). Il rischio maggiore deriva dalle condizioni di finanziamento deprese in Giappone (come illustrato dallo spread swap a 10 anni). Si trovano già a livelli che in passato coincidevano con vendite azionarie statunitensi (performance mensile sotto il -15%) e picchi di volatilità (Figura 6). Se si deteriorano, ulteriormente la leva finanziaria potrebbe calare rapidamente, gli investitori venderanno asset carry rischiosi e riacquistare la valuta di finanziamento. Per ora, nonostante il recente intervento valutario, il livello USDJPY suggerisce che le posizioni short in yen non sono ancora coperte. Ma ogni aumento dei rendimenti JGB crea ulteriore pressione di volatilità. Il picco dei rendimenti all'estremità lunga della curva JGB è un indicatore di rischio per la volatilità azionaria.

Figura 6: Le condizioni di finanziamento in JPY deboli di solito scatenano la volatilità delle azioni statunitensi. Siamo in ritardo?

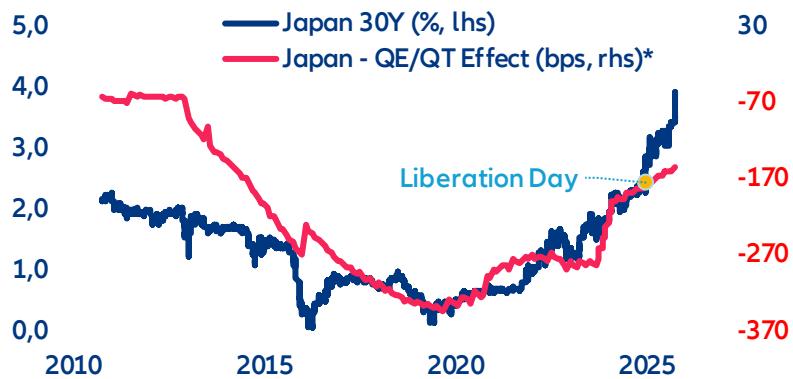


Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

Nel lungo periodo, il ruolo del Giappone nell'attenuare la volatilità diminuirà, contribuendo a un sistema finanziario globale più fragile con una volatilità strutturalmente più elevata, man mano che i mercati obbligazionari torneranno a essere più domestici.

La fusione dei bond giapponesi segna anche la fase finale dell'esperimento di normalizzazione. Con la BoJ che detiene ancora oltre il 50% dei volumi in circolazione del JGB, i rendimenti sono tanto un messaggio quanto un prezzo. Fino al "Giorno della Liberazione", l'aumento dei rendimenti JGB a 30 anni seguiva la reiniezione di durata effettuata dalla BoJ tramite il suo restringimento quantitativo (QT). Vediamo quindi il disaccoppiamento al "Giorno della Liberazione" non come una perdita di controllo, ma come orchestrato o almeno come un esperimento di normalizzazione tollerato: lasciare che i rendimenti salgano, lasciare che le banche guadagnino la curva, incentivare i reflow nel mercato interno per sostenere lo JPY mentre costruiscono un cuscinetto per la prossima recessione (Figura 7). Il recente picco di rendimento e l'intervento FX sono segnali che l'esperimento potrebbe giungere al termine. Siamo già in un momento di fine ciclo, con rendimenti JGB ai massimi ciclici, valutazioni massime del mercato azionario e un JPY debole. Tuttavia, con un rendimento a 2 anni che si negozi all'1,2%, le ipotesi basate sul fatto che il Giappone rimanga bloccato a zero per sempre sono sicuramente escluse dal prezzo.

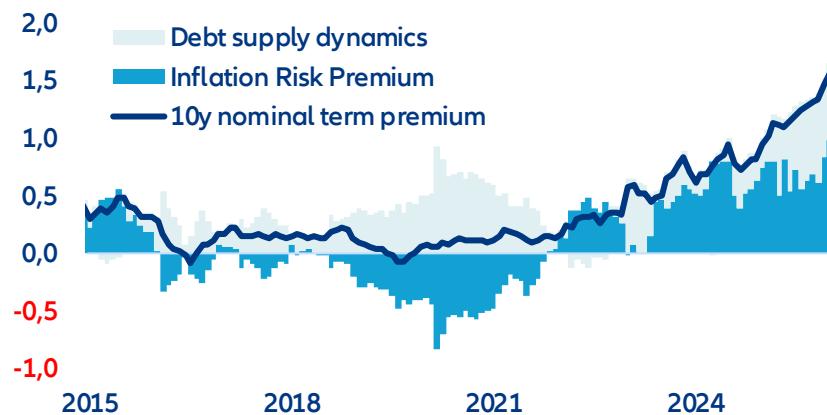
Figura 7: L'onda del rendimento JGB a lungo termine è iniziata con il "Giorno della Liberazione"



*Basato sul modello di struttura temporale AACMY (Abrahams et al. 2016) e sul modello di Li e Wei (2013) per l'impatto del QE
Fonti: Bank of Japan, LSEG Workspace, Allianz Research

I mercati stanno per ora rivalutando i rischi aumentati di inflazione, ma ritengono che sia necessario un ulteriore supporto fiscale per mantenere l'inflazione. L'aumento dei rendimenti JGB a lungo termine dal 2024 è principalmente (75%) dal premio a termine, che rappresenta un rischio inflazionario maggiore e una maggiore pressione debito-offerta (incluso l'effetto QT). La componente inflazionistica rappresenta una proporzione maggiore degli spostamenti dei rendimenti rispetto ad altri paesi del G4. Gli investitori sembrano valutare la strategia specifica di inflazione giapponese basandosi sugli aumenti salariali piuttosto che su stimoli a breve termine o sussidi ai prezzi. Questa inflazione si rivela più rigida e sembra aver alterato per ora la mentalità deflazionistica. La domanda è se questa spinta alla domanda e salari sia autosufficiente o debba essere continuamente stimolata dal governo. Per ora, il mercato sembra credere che mantenere i tassi di inflazione richieda una maggiore emissione di debito (Figura 8).

Figura 8: Decomposizione del premio a termine per rendimento JGB a 10 anni (in pp)



*basato sul modello di struttura temporale AACMY (Abrahams et al. 2016)

Fonti: Bank of Japan, LSEG Workspace, Allianz Research

Finché questa percezione rimarrà valida, questa manterrà la pressione al rialzo sul lato lungo della curva JGB, manterrà una curva più ripida e ridurrà la capacità di assorbimento del sistema bancario. Ma il mercato JGB sta camminando su una linea stretta. Le pressioni deflazionistiche modellate dal debito, dalla demografia e dalla crescita globale contenuta non sono scomparse. Il BoJ e il nuovo governo devono trovare un equilibrio delicato: normalizzare troppo in fretta e la deflazione ritorna; Stimolare troppo poco e l'esperimento salariale fallisce. La vera fragilità nel mercato obbligazionario giapponese è quindi il possibile ritorno a un equilibrio deflazionistico. La lotta contro la deflazione è radicata nel DNA istituzionale della BoJ. Non appena si manifesterà questo rischio, non esiterà a tagliare i tassi, aumentare l'acquisto di obbligazioni, riaprire i canali di liquidità e ammortizzare la curva. Il Giappone fu l'ultimo a rientrare nel mondo dei rendimenti positivi; potrebbe essere il primo a cambiare posto.

Posizionamento sulla curva JGB: dal produttore vedovo al commercio di Takaichi. Per decenni il Giappone è stato "Zeroland": tasso di politica monetaria zero, rendimenti obbligazionari zero, zero costi di indebitamento. Con il BoJ che controllava l'intera curva dei rendimenti, detenendo fino al 53% del volume in circolazione, scommettere contro il mercato obbligazionario giapponese era noto come la "widow maker trade". Tuttavia, dal decollo nel 2024, la curva JGB è diventata sempre più attraente, soprattutto per gli investitori europei, con alcune opportunità a breve termine di posizionarsi per i cambiamenti di politica previsti dal nuovo governo guidato da Takaishi. Ci aspettiamo che la pressione sulle emissioni del JGB si sposti dalla parte ultra-lunga verso il segmento 5-10 anni (mentre il rendimento a 2 anni dovrebbe almeno stabilizzarsi, dato che il differenziale con il tasso di riferimento già valuta un ambizioso percorso di aumento della BoJ). Questo potrebbe portare a una pressione più ripida sulla pancia. Sul lato lungo ci aspettiamo un certo appiattimento, dato che il picco sui 30 e 40 anni dovrebbe almeno in parte invertirsi. Rispetto ad altre curve del G4, la curva JGB rimane molto ripida, con lo spread 10y30 che è il doppio rispetto alle sue controparti tedesche o statunitensi (130 contro 60 punti base). Nel medio termine consideriamo ancora la lunga (20-30 anni) della curva JGB attraente, soprattutto per gli investitori euro. Detenere obbligazioni giapponesi diventa anche una copertura con rendimento carry-yield contro la volatilità macro, poiché trarrebbero beneficio da un delever globale di risk-off e carry-trade.

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla clausola di esclusione di responsabilità fornita di seguito.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni qui contenute possono includere potenziali aspettative, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali basate sulle opinioni e assunzioni attuali della direzione e che comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati effettivi, le prestazioni o gli eventi possono differire sostanzialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali deviazioni possono verificarsi a causa di (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nel core business e nei mercati core del Gruppo Allianz, (ii) la performance dei mercati finanziari (in particolare volatilità di mercato, liquidità ed eventi di credito), (iii) la frequenza e la gravità degli eventi di perdita assicurata, inclusi quelli di catastrofi naturali, e lo sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza, (vi) in particolare nel settore bancario, l'entità dei default creditizi, (vii) i livelli dei tassi d'interesse, (viii) i tassi di cambio valutari incluso il tasso di cambio EUR/USD, (ix) cambiamenti nelle leggi e regolamenti, incluse le normative fiscali, (x) l'impatto delle acquisizioni, comprese le relative questioni di integrazione, e le misure di riorganizzazione, e (xi) fattori generali di concorrenza, in ogni caso su base locale, regionale, nazionale e/o globale. Molti di questi fattori potrebbero essere più probabili, o più pronunciati, a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE

La società non si assume alcun obbligo di aggiornare qualsiasi informazione o dichiarazione previsionale qui contenuta, salvo eventuali informazioni che la legge richieda di divulgare.

Allianz Trade è il marchio utilizzato per designare una gamma di servizi forniti da Euler Hermes.

